

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ – UFC
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE E
SECRETARIADO EXECUTIVO – FEAAC
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
Disciplina: Monografia em Ciências Contábeis

JEFFERSON BARBOSA PEREIRA

**O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A ESTRUTURA ACIONÁRIA DAS
EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO**

FORTALEZA

2014

JEFFERSON BARBOSA PEREIRA

**OCONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A ESTRUTURA ACIONÁRIA DAS
EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO**

Artigo apresentado à Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Profa. Dra. Alessandra Carvalho de Vasconcelos

FORTALEZA

2014

O Conselho de Administração e a estrutura acionária das empresas do setor elétrico

Resumo

Considerando a importância do Conselho de Administração como órgão de governança corporativa, a pesquisa investiga o perfil do Conselho de Administração e da estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na BM&FBovespa e seu relacionamento, com o intuito de verificar se as empresas com controle privado ou estatal no seu capital apresentam um perfil de conselho adequado, as recomendações do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009). A pesquisa reúne uma amostra de 41 empresas e se fundamenta em informações obtidas a partir dos Formulários de Referência do ano de 2012 das empresas disponíveis no portal eletrônico da BM&FBovespa. O instrumento de coleta, elaborado a partir de recomendações do IBGC (2009), apresenta cinco categorias de estudo. A pesquisa também caracteriza as empresas por natureza de atividade, porte, localização, estruturação acionária e composição do conselho. Utiliza-se a técnica de análise de conteúdo para a análise qualitativa dos dados. Em linhas gerais, os resultados do estudo demonstram que as empresas com controle estatal possuem um melhor perfil de Conselho de Administração, segundo as melhores práticas de governança do IBGC (2009) e que o Conselho de Administração das entidades com controle privado está com um nível satisfatório de aderência as recomendações do IBGC, porém com um nível de adequação inferior comparado com as entidades com controle estatal.

Palavras-chave: Conselho de Administração. Estrutura acionária. Setor elétrico.

1 INTRODUÇÃO

O tema governança corporativa se tornou recorrente no ambiente acadêmico há alguns anos e também se tornou tema de grande relevância no meio corporativo já que trás maior transparência, segurança e confiabilidade na gestão das empresas e nas informações divulgadas por estas. Cartilhas e códigos são emitidos por órgãos com o intuito de assegurar as melhores práticas de governança nas entidades. Exemplos desses instrumentos são o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) e a Cartilha sobre Governança da Comissão de Valores Imobiliários (CVM, 2002). Outro artifício usado para que mais empresas possam aderir em sua gestão a governança corporativa é a participação nos segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa para aquelas que o praticam.

Para Rosseti e Andrade (2011), o Conselho de Administração é uma estrutura importante na entidade para implementação das melhores práticas de governança corporativa, pois é ele que atua pelo interesse dos proprietários da entidade de modo abrangente, lutando pelo direito dos acionistas e fazendo a conexão destes com a administração do negócio. Dentre as funções do Conselho de Administração, destacam-se: definição da estratégia da entidade; acompanhamento contínuo da gestão do negócio através de assembleias; eleição e substituição do diretor-presidente; monitoramento dos riscos e supervisão do relacionamento da entidade com os agentes internos e externos.

Outro tema também importante e que está ligado as boas práticas de governança é a estrutura de capital das empresas, já que a mesma se refere à organização patrimonial e financeira de uma entidade com relação aos seus títulos ou financiamentos. Desta forma, as empresas podem financiar seus investimentos se utilizando de fontes próprias de recursos, como a emissão de ações no mercado, ou com recursos de terceiros por meio de

financiamentos junto a instituições financeiras ou outros tipos de credores, porém este último é um pouco desvantajoso, já que terá que ser pago em uma data futura acrescido muitas vezes de altas taxas de juros, ao contrário do capital próprio que ficará por um período de tempo indeterminado na entidade.

Baseado nesse contexto, o problema que se busca responder é: Qual o perfil do Conselho de Administração e da estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na BM&FBovespa?

Dessa forma, o objetivo geral do presente estudo consiste em investigar o perfil do Conselho de Administração e da estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na BM&FBovespa e seu relacionamento. São objetivos específicos relacionados ao alcance do objetivo geral: (i) caracterizar as empresas do setor elétrico brasileiro, em termos de natureza de atividade, porte e localização; (ii) identificar a composição do Conselho de Administração das empresas do setor elétrico brasileiro; (iii) descrever a estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro; e (iv) examinar o relacionamento entre o Conselho de Administração e a estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro.

Neste estudo, foi selecionado o setor elétrico por se tratar de um setor regulado e ter em sua estrutura normas e padrões de governança a serem cumpridos. Para Farias (2006), a energia elétrica é algo indispensável para a vida do ser humano. Dela depende todo o tipo de atividade exercida no cotidiano, como: iluminação residencial e pública; produção industrial; conservação de alimentos; comunicação; funcionamento de instituições de ensino e pesquisa. O progresso e todos os aparelhos advindos com ele e que permitem o funcionamento dos equipamentos usados no dia a dia, não funcionam sem energia elétrica. Com isso, a disponibilidade e o acesso a rede de energia marcaram de maneira profunda as transformações do Brasil nos últimos anos. Devido a essa essencialidade a energia tem uma importância política e econômica relevante no País, devendo este setor ser bem organizado e gerido.

A metodologia aplicada neste estudo, quanto a sua finalidade é considerada descritiva, quanto aos meios é documental e quanto ao tratamento dos dados é considerada qualitativa, a amostra do estudo reúne 41 empresas do setor elétrico brasileiro. Este estudo justifica-se no fato de identificar a relação entre o perfil do Conselho de Administração e a estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro, já que o referido setor tem um papel estratégico na economia brasileira e de qualquer país, atuando de forma ativa nos processos básicos industriais, do comércio e cotidiano das famílias. Outro fator que reforça a relevância do estudo é o fato de este ser um setor regulado, com normas e padrões de governança a serem seguidos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Conselho de Administração

Um dos principais elementos estruturais da governança corporativa é a figura do Conselho de Administração, cujos componentes devem trabalhar a favor dos interesses da companhia por completo (ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013).

A Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 138, parágrafo primeiro, definiu o Conselho de Administração como sendo:

Art. 138 - A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao Conselho de Administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

§ 1º O Conselho de Administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

A característica de deliberação do conselho é dada pelo fato que o mesmo só poderá manifestar suas vontades recorrendo à decisão da maioria dos seus membros reunidos, após discussão e voto (SILVA, 2010).

Rossetti e Andrade (2011) vão além e definem o Conselho de Administração como um órgão protetor dos interesses dos proprietários, logo se trata de um órgão de caráter essencial, equipado de poderes originados da Assembleia Geral, em torno do qual gravitam os demais órgãos da administração.

Seguindo a mesma linha de raciocínio das definições citadas, Andrade et al. (2009, p. 6) apresentam a seguinte definição: “o Conselho de Administração é visto como um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários.”

Similarmente Silva (2010, p. 177) define o Conselho de Administração como um “[...] órgão deliberativo que representa os proprietários da empresa, com poderes para governá-la; é responsável por fazer a ponte entre os proprietários e a administração”.

Em conformidade com as definições anteriores, Silveira, Barros e Famá (2003) definem o Conselho de Administração como uma das principais estruturas para alinhamento dos interesses de acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma entidade.

Por sua vez, Guerra (2009, p. 43) define o Conselho de Administração como “[...] o mais alto órgão da administração de empresas, reportando-se apenas à Assembleia Geral de Acionistas, órgão máximo de deliberação de uma sociedade”.

De acordo com Oliveira et al. (2008, p. 198), o Conselho de Administração é um “órgão colegiado de natureza deliberativa que se caracteriza por ser o indicador de rumo dos negócios sociais da empresa, fazendo-o por meio de decisão conjunta da maioria de seus membros que discutem e votam diversas diretrizes estratégicas.”

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), o Conselho de Administração é um órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma entidade em relação ao seu direcionamento estratégico, sendo o principal componente do sistema de governança, atuando como o guardião do objeto social e da estrutura de governança e decidindo os rumos do negócio, conforme o melhor interesse da organização.

Não apenas o IBGC define o Conselho de Administração, como também a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em sua cartilha sobre governança corporativa (CVM, 2002), apresentando o conselho como um órgão que deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento.

Verifica-se, portanto, que os conceitos de Conselho de Administração não possuem divergências significativas, caracterizando assim como um órgão deliberativo protetor dos acionistas, de caráter essencial a estrutura de governança da entidade, com responsabilidade de decidir em nome dos proprietários para que o objeto social da organização seja atingindo a fim de maximizar o retorno do investimento. Por fim, é um órgão que atua como uma ponte entre os interesses dos proprietários e a administração.

O Conselho de Administração, seu propósito, sua composição e seu funcionamento, estão entres os pontos mais discutidos por investidores, gestores, executivos, conselheiros e órgãos reguladores. Livros, revistas de negócios e consultores divulgam as melhores práticas a serem adotadas em um conselho, enquanto códigos de governança corporativa elencam recomendações que as entidades devem cumprir (FRAGA; SILVA, 2012).

A maioria das empresas está obrigada a possuir um conselho que reúne um grande número de exigências, como: um mínimo, no caso brasileiro, três membros; reuniões com regularidade; possuir, caso necessário, várias comissões, e uma parcela dos conselheiros tem de possuir algum nível de independência da gestão (GONDRIGE; CLEMENTE; ESPEJO, 2012).

Conforme o Código das Melhores Práticas de Governança do IBGC (2009), todas as entidades independentemente de sua constituição societária, capital aberto ou fechado, deve possuir em sua estrutura organizacional um Conselho de Administração eleito pelos sócios para que seja assegurado seu objeto social e sua sustentabilidade no longo prazo.

Um ponto importante é com relação à quantidade de membros participantes do Conselho de Administração. Para Silva e Leal (2005), o tamanho do conselho é um mecanismo de controle de grande importância, já que o mesmo tem como uma das atribuições monitorar a gestão da entidade.

Segundo Jensen (1993), o Conselho de Administração, estando no ápice do sistema de controle interno da entidade e com responsabilidade final de manter o funcionamento da empresa e, além disso, ditar as regras do jogo para o *chief executive officer* (CEO), deve em sua avaliação manter em sua estrutura um quadro com poucos membros, já que em sua avaliação conselhos com mais de sete a oito membros são mais propensos a funcionar de maneira menos eficiente do que conselhos menores.

Assim como dito anteriormente, Silva (2010) recomenda que o Conselho de Administração não possua muitos membros em sua estrutura, já que os conselhos mais eficazes são aqueles que possuem uma quantidade menor de conselheiros, se valendo de certo balanceamento entre os membros internos, externos e independentes.

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança, o número de conselheiros deve variar de acordo com o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. Sendo assim, o recomendando é de, no mínimo, cinco e, no máximo, 11 conselheiros (IBGC, 2009).

Sob o mesmo ponto de vista do IBGC (2009), Rossetti e Andrade (2011, p. 289) afirmam que “a combinação mais adequada de tamanho-e-complementariedade variará, assim, não só entre empresas, mas também em uma mesma empresa nos diferentes momentos de seu desenvolvimento”.

De forma contrária, com relação ao máximo de conselheiros permitidos, a Cartilha de Recomendações das Boas Práticas de Governança da CVM (2002), indica um mínimo de cinco e, um máximo de, nove conselheiros. A Cartilha da CVM (2002) diverge do Código do IBGC (2010) quanto ao número máximo de conselheiros e indica que pelo menos dois membros do conselho deve ter experiência em finanças.

Verifica-se, portanto, que o número de conselheiros é algo relativo já que o mesmo poderá variar de acordo com a entidade em questão, porém é importante ressaltar que, em linhas gerais, a literatura aponta que um conselho eficiente é aquele que possui em sua estrutura uma quantidade de membros pequena.

Um detalhe importante é que, em virtude desta atividade de fiscalização de atos dos diretores pelo conselho, tem se tornado relevante à discussão sobre a necessidade de independência dos conselheiros. Desta forma, o estudo da independência do Conselho de Administração passa a ser de fundamental importância, já que a identificação do grau de liberdade desfrutado pelo conselho, para que este possa adotar medidas que protejam os interesses da totalidade dos acionistas e não só de determinado grupo em particular (DUTRA;

SAITO, 2002). Sendo assim, a independência do conselho é aconselhável e indica boa prática de governança corporativa (AGRAWAL; KNOEBER 1996).

A independência do conselho em relação ao corpo gestor da entidade é um dos requisitos essenciais e está relacionado à presença de conselheiros externos (GONDRIGE; CLEMENTE; ESPEJO, 2012). Com isso, verifica-se que existe uma separação dos tipos de conselheiros, que são:

- 1 Internos ou *insiders*: podem ser diretores ou funcionários de alto nível da empresa.
- 2 Externos ou *outsiders* relacionados: pessoas que não trabalham na empresa, mas mantêm algum tipo de relação com a companhia, não são independentes.
- 3 Independentes ou *outsiders*: pessoas que não têm nenhum vínculo com a empresa, nem por meios secundários ou pessoais (SILVA, 2010, p. 177).

Nos Estados Unidos, os conselheiros independentes são definidos como aqueles que não são empregados, gestores, ex-empregados, ex-gestores, ou que não possuam qualquer vínculo com a entidade, exceto por estes ocuparem lugar no conselho e eventualmente serem acionistas (BLAIR, 1995).

De acordo com Oliveira et al. (2008, p. 198), “o conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia.”

Da mesma forma, o Código do IBGC (2009) indica que o conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao sócio, ao grupo acionário ou à parte interessada que o tenha indicado ou eleito para cargo e estar consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade se refere à organização.

Assim também, segundo o Código do IBGC (2009), se o conselheiro verificar a existência de pressões de executivos ou grupos de acionistas para o exercício de suas tarefas ou sentir-se constrangido, lesado de alguma forma, este deve assumir uma conduta de independência em suas ações e votos ou, se for o caso, renunciar o cargo, sem prejuízo à eventual formulação de denúncia à assembleia de acionistas ou órgão regulador. Ainda mais, o código recomenda que o conselho seja composto apenas por conselheiros externos ou independentes. Para o IBGC (2009) a quantidade de conselheiros independentes no conselho dependerá do grau de maturidade da organização, do seu ciclo de vida de suas características.

Seguindo a mesma linha de recomendação que o IBGC (2009), a Cartilha da CVM (2002) recomenda que o conselho deva ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia.

Para Dutra (2001), o fato de o conselheiro trabalhar com independência não sugere que a entidade terá seus interesses defendidos na totalidade, pois os mesmos provavelmente realizarão um trabalho mais eficaz de defesa do valor dos acionistas não controladores. Sendo assim, conselheiros e acionistas controladores tendem a divergir a cerca dos caminhos a serem adotados pela companhia.

Verifica-se, portanto, que os conselhos de administração devem possuir em sua estrutura uma quantidade de conselheiros independentes ou externos, já que segundo estudos, códigos e cartilhas de governança corporativa revelam que a independência do conselho com relação à gestão da entidade indica boas práticas de governança.

Diante da relevância acadêmica do Conselho de Administração, diversos estudos buscaram investigar o tema sob diferentes abordagens. Diante disso, o Quadro 1 expõe a revisão bibliográfica acerca do tema Conselho de Administração.

Quadro 1 – Estudos nacionais acerca do Conselho de Administração

Autoria (ano)	Objetivo	Principais resultados
Dutra e Saito (2002)	O presente trabalho visa a identificar o perfil dos conselhos de administração de 142 companhias brasileiras listadas na Bolsa de São Paulo, a partir de dados do encerramento do exercício de 1999.	Os resultados indicaram que os órgãos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores e que há indícios de baixa utilização dos mecanismos de voto à disposição dos minoritários.
Silveira, Barros e Famá (2003)	Este artigo investiga se a estrutura de governança foi relevante para o valor das companhias abertas no Brasil entre 1998 e 2000.	Em média, as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado.
Andrade et al. (2009)	O objetivo deste trabalho foi identificar a relação da composição do Conselho de Administração com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.	Como resultado, destaca-se que a composição do conselho tem exercido mais influência no valor de mercado das companhias do que no desempenho delas.
Moura e Beuren (2011)	Verificar se o Conselho de Administração das empresas do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da BM&FBovespa atua de maneira independente em relação aos acionistas controladores sob a ótica da entropia da informação.	Os resultados indicaram um ambiente com possibilidade de conflitos, pois existe concentração de capital principalmente entre as empresas do novo mercado.
Fraga e Silva (2012)	Investigar a composição dos conselhos de administração de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no que se refere à diversidade de sexo, etária, educacional e independência ou não dos integrantes, e busca aferir se existe relação entre diversidade e o desempenho da empresa.	Os resultados indicam que a maior diversidade nas áreas de educação formal e a independência ou a não independência dos membros do Conselho de Administração afetam negativamente o desempenho da empresa, enquanto a diversidade nos anos de escolaridade tem efeito positivo. A presença de mulheres nos conselhos é pequena, mas aquelas empresas cujos conselhos contavam com pelo menos um integrante do sexo feminino apresentaram desempenho de mercado significativamente superior ao das demais.
Gondrige, Clemente e Espejo (2012)	Este estudo tem por objetivo investigar a relação entre a estrutura dos conselhos de administração e o valor das companhias brasileiras de capital aberto.	A variável membros do conselho apresentou significância estatística, indicando relação positiva entre empresas mais valorizadas e o tamanho dos conselhos de administração.
Almeida, Klotzle e Pinto (2013)	O objetivo deste artigo foi avaliar no setor de energia elétrica, se a composição dos conselhos afetam o valor e o desempenho das empresas.	Os resultados das regressões em painel apontam que o tamanho do Conselho de Administração e a independência do conselho apresentaram relação positiva, ao passo que a porcentagem de mulheres no conselho não apresentou relação positiva com as variáveis de desempenho.
Matos e Góis (2013)	O objetivo deste artigo foi investigar a relação entre as características do Conselho de Administração e o nível de divulgação de informação acerca da RSC por parte das empresas com valores cotados na Bolsa de Valores de Lisboa.	Os resultados empíricos obtidos mostram que a proporção de conselheiros não executivos que integram o Conselho de Administração é a característica que mais influencia o nível das práticas de divulgação de RSC.

Fonte: Elaborado pelo autor com base na revisão da literatura.

Verifica-se, portanto, que a maioria dos estudos sobre o tema direciona a atenção para a análise do Conselho de Administração relacionado com o desempenho e valor da empresa. O estudo que mais se assemelha com o presente estudo é o de Almeida, Klotzle e Pinto (2013) que buscou avaliar se a composição do Conselho de Administração afeta o valor e o desempenho das empresas do setor de energia elétrica, cujas ações são negociadas na BM&FBovespa. Porém, este estudo se diferencia no que diz respeito a investigar o perfil do

conselho relacionando os resultados com o controle acionário das empresas do setor elétrico listadas na BM&FBovespa.

Após explanação sobre o Conselho de Administração e algumas de suas características, são abordados alguns pontos importantes sobre estrutura de capital na próxima subseção.

2.2 Estrutura de capital

O controle acionário mostrou-se significativo para o endividamento das empresas, apontando que o estilo da gestão influencia nas decisões quanto à estrutura de capital (BRITO; LIMA, 2003).

A estrutura de capital se refere à proporção de capital próprio e de terceiros que uma entidade usa para financiar suas operações (OLIVEIRA et al., 2012). Segundo Myers e Brealey (1992), estrutura de capital é a combinação de diferentes títulos da entidade.

Seguindo a mesma linha de raciocínio, Santos, Júnior e Cicconi (2009) afirmam que as entidades podem financiar seus investimentos por meio de fontes de recursos próprios ou de terceiros de longo prazo que, juntos, formam a estrutura de capital das empresas.

Do mesmo modo, Silva et al. (2013) afirmam de forma simplificada, que uma entidade pode financiar suas novas oportunidades de investimento por meio de capital próprio ou capital de terceiros.

Para Gitman (2003), o capital de terceiros é inferior ao de outras formas de financiamento, pois este precisa ser devolvido em uma data futura, ao contrário do capital de terceiros, o capital próprio deve permanecer na empresa por um período indefinidamente longo.

De acordo com as teorias convencionais, mediante uma combinação adequada das fontes de financiamento, uma entidade pode definir um valor mínimo para seu custo total de capital, que aumente a riqueza de seus acionistas (HARRY; RAVIV, 1991).

Partindo do trabalho de Modigliane e Miller (1958), a teoria sobre estrutura de capital pode ser agrupada, para melhora de estudo e de organização, em diferentes categorias: 1) teoria do equilíbrio estático baseado em aspectos fiscais; 2) teoria de equilíbrio baseado em custo de agência; e 3) teoria baseadas em assimetria de informação.

A teoria de equilíbrio estático baseado em aspectos fiscais considera que a existência de um nível ótimo de endividamento das firmas decorre de um *trade off* entre ganhos fiscais originados pela dedução dos juros pagos pelo endividamento do lucro tributável das empresas e custos de dificuldades financeiras, que aumentam com o grau de alavancagem, logo, as entidades têm valor máximo no ponto ótimo de endividamento, que é aquele a partir do qual os custos de dificuldades financeiras marginais passam a ser maiores que o ganho fiscal marginal, ou seja, a partir deste momento, endividar ainda mais a entidade implica reduzir o seu valor (RODRIGUES; KLOECKNER, 2006).

Para Rodrigues (2004), a teoria de equilíbrio estático baseado em custos de agência parte da teoria da agência, para também chegar a um nível ótimo de endividamento, este, porém, decorre de um *trade off* em que as variáveis são os custos de agência do capital próprio e os custos de agência do capital de terceiros.

A teoria baseada em assimetria de informação, também chamada de *pecking order* defende que os administradores das entidades estabelecem uma ordem de preferência para financiar seus projetos internos, primeiramente, fontes de financiamentos internos, segundo,

por meio de novas dívidas e, por fim, a captação de recursos por meio da emissão de ações (MYERS, 1984).

Myers e Majluf (1984) analisaram, ainda, os efeitos da assimetria da informação dos quais os gerentes internos possuem mais conhecimentos sobre as oportunidades de investimentos do que os credores e financiadores externos.

Neste cenário, a estrutura de capital pode ser determinada pelo *packing order theory*, com o qual a entidade prefere usar fontes internas para financiar projetos bons e somente assume investimentos externos quando existe a necessidade de fundos ou projetos adicionais menos atrativos (GRZEBIELUCKAS et al., 2008).

Dessa forma, segundo a *pecking order*, as entidades se financiam primeiramente com o fluxo de caixa gerado por suas atividades e, quando esgotado, com reduções nos pagamentos de dividendos, endividamento e, em último caso, aumento do capital próprio (RODRIGUES; KLOECKNER, 2006).

De acordo com Brigham e Ehrhard (2006), a estrutura ótima de capital é uma questão de equilíbrio perfeito entre as formas de financiamento da empresa, onde há a relação de cinco fatores principais que influenciam as decisões sobre a estrutura de capital: 1) risco do negócio; 2) posição tributária da entidade; 3) flexibilidade financeira; 4) agressividade ou conservadorismo administrativo; e 5) oportunidade de crescimento.

Brigham e Houston (1999) elencam fatores que os gestores financeiros das entidades geralmente levam em consideração quando irão decidir sobre a estrutura de capital, sendo 12 pontos: 1) estabilidade das vendas; 2) estrutura dos ativos; 3) alavancagem operacional; 4) taxa de crescimento; 5) lucratividade; 6) impostos; 7) controle; 8) atitudes da administração; 9) atitudes do fornecedor de empréstimos e das agências de classificação de risco; 10) condições de mercado; 11) condições internas da empresa; e 12) flexibilidade financeira.

Já segundo Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005), estes somente apresentam quatro grupos de fatores que são determinantes da escolha da estrutura de capital: 1) condições gerais da economia; 2) condições do mercado; 3) condições operacionais e financeiras da empresa; e 4) volume de recursos a serem financiados.

Pode-se conjecturar o possível relacionamento entre os dois temas em questão, estrutura de capital e estrutura de governança corporativa já que os mesmos estão ligados intrinsecamente a um modelo de gestão ótimo voltado para a consecução do objetivo fim das entidades.

Após explanação sobre a estrutura de capital e algumas de suas características, são abordados alguns dos fatos relevantes relacionados ao setor elétrico brasileiro na próxima subseção, setor objeto desta investigação.

2.3 Setor elétrico brasileiro

Conforme Antunes (2006), a energia elétrica chegou ao Brasil no final do século XIX, através da concessão de privilégio para exploração da iluminação pública, entregue pelo Imperador Dom Pedro II a Thomas Edison. Segundo Farias (2006), o Brasil foi um dos países pioneiros a inaugurar, uma usina hidrelétrica, no ano de 1889.

A primeira usina hidrelétrica de maior porte do país, Marmelos Zero, pertencia à Companhia Mineira de Eletricidade (CME) e estava localizado na cachoeira Marmelos, município de Juiz de Fora (MG). A usina gerava energia para uma fábrica de tecidos e para iluminação pública da cidade (CENTRO DA MEMÓRIA DA ELETRICIDADE NO BRASIL, 2013).

No final de 1889, aconteceu a queda da monarquia e o surgimento da República no Brasil, porém somente em fevereiro de 1891 foi promulgada uma nova constituição federal. Com a nova constituição o Brasil se tornou uma República Federativa e presidencialista, fato este que concedia amplos poderes aos estados da federação para que pudessem elaborar suas próprias regras dando autonomia aos municípios (COSTA; MELLO, 1997).

Além disso, Gomes (2006) afirma que devido à disponibilidade de recursos financeiros existentes no exterior, grupos estrangeiros invadem o Brasil. Um motivo significativo para a instalação desses grupos no território brasileiro era a forma de fixação da tarifa de energia elétrica, chamada “cláusula de ouro”. A cláusula permitia que as empresas estrangeiras possuidoras da concessão do serviço de energia reajustassem suas tarifas pela depreciação da moeda, porém para as empresas brasileiras esse reajuste tarifário ocorria a partir de uma remuneração preestabelecida, baseado na apresentação do balanço da empresa à prefeitura (LIMA, 1983).

A quebra da bolsa de valores de Nova York, em 1929, atingiu o capitalismo em vários países, inclusive o Brasil, culminando com a revolução de 1930, quando a queda das oligarquias conduziu Getúlio Vargas ao poder (GOMES; VIEIRA, 2009). Com Vargas no poder a estrutura descentralizada da república velha chegou ao fim, surgindo uma forte intervenção do estado no que tange ao domínio econômico e social, acabando com o congresso nacional e nomeando interventores de sua confiança para governar os estados (COSTA; MELLO, 1997).

Para Farias (2006, p. 38):

Havia um claro projeto getulista de desenvolvimento do capitalismo nacional, que por se colocar numa posição de restrição a exploração promovida pelo capital estrangeiro, incluía o questionamento à forma como as empresas estrangeiras atuavam na exploração dos serviços de energia elétrica.

Com Getúlio no poder ocorreu uma reformulação institucional do setor de energia elétrica, adotando-se varias medidas, cuja principal foi a caracterização da União como o poder concedente do país (LIMA, 1983).

O cancelamento da cláusula de ouro e posteriormente a promulgação do código de águas, que atribuía à união o poder de autorizar ou conceder o aproveitamento de energia hidráulica, foram um marco para o setor elétrico (CENTRO DA MEMÓRIA DA ELETRICIDADE NO BRASIL, 2013).

Em 1945, foi criada a primeira empresa estatal federal de geração de energia elétrica do país, a Chesf, com o objetivo de atender a demanda do Nordeste, uma região considerada crítica de oferta de energia (GOMES; VIEIRA, 2009).

No que tange a política, o final do período de 1930-1945 foi marcado pelo término do conflito do mundial que fez retornar no ocidente às instituições democráticas, que de certo modo contribuiu, entre outros fatores, para a saída de Getúlio e a derrocada do estado novo, através de um golpe militar em outubro de 1945, sendo convocadas novas eleições e escolhidos os membros da assembleia constituinte que se reuniu no ano seguinte (COSTA; MELO, 1997).

Com relação ao setor elétrico, a constituição de 1946 não trouxe modificações significativas em relação a anterior. Porém, vale ressaltar que no período de 1946-1979 foram criados no Brasil a Furnas (empresa de geração federal), o Ministério de Minas e Energia, a Centrais Elétricas de Minas e Gerais (Cemig) e a Eletrobrás, que é uma empresa que administra os recursos do setor. No contexto mundial, nos anos de 1973 e 1979 ocorreram as

crises do petróleo que afetaram o crescimento econômico e marcaram a escassez de investimento no setor de energia elétrica (CENTRO DA MEMÓRIA DA ELETRICIDADE NO BRASIL, 2013).

As transformações no ambiente mundial, após as crises do petróleo de 1973 e 1979, tiveram como consequência a maxidesvalorização do cruzeiro, em 1979, e a elevação das taxas de juros no mercado estrangeiro, no começo de 1980, fazendo com que o Brasil revertisse o seu crescimento econômico, afetando fortemente as empresas do setor elétrico brasileiro (GOMES; VIEIRA, 2009).

Nos anos de 1990 a 2002, foi aprovada a Lei nº 8.631/1993, que eliminou o nivelamento geográfico das tarifas e os 10% mínimos de retorno sobre ativos. Sendo assim, a nova fórmula para fixação das tarifas foi baseada na estrutura de custos das empresas e projetada para refletir as necessidades de fluxo de caixa das entidades, ao invés de constituir uma meta arbitrária para o retorno sobre ativo (FERREIRA, 2002).

Além disso, em 1995 a Lei nº 8.987 regulamenta o artigo 175 da constituição federal de 1988, definindo qual seria o novo modelo de concessões e permissões dos serviços públicos. Já a Lei nº 9.074/95, implantou a prática das licitações das concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, a título oneroso a favor da união, ainda mais surge a figura do produtor independente de energia e do consumidor livre e estabelece regras para a reestruturação do setor energia elétrica, visando facilitar sua privatização (FARIAS, 2006).

O processo de privatização começou em 1995, pela Escelsa (empresa distribuidora de energia do Espírito Santo), e continuou com o processo em 1996, com as privatizações da Light e da Cerj, ambas as empresas do Rio de Janeiro, ano em que foi criado o órgão regulador do setor, a Aneel (GOMES; VIEIRA, 2009).

No início do governo Fernando Henrique Cardoso, as concessionárias públicas representavam cerca de 97% da distribuição de energia elétrica do Brasil. Porém ao final do seu governo, as empresas privadas e estrangeiras do setor já respondiam por mais da metade dessa atividade. No setor de geração de energia elétrica passou-se de um percentual residual de 10% de geração privada. Com sua reeleição o programa de privatização das empresas de energia elétrica continua, principalmente na área de distribuição, havendo uma drástica redução dos investimentos federais na área de energia elétrica, por restrições impostas pelo próprio governo (CENTRO DA MEMÓRIA DA ELETRICIDADE NO BRASIL, 2013).

Verifica-se, portanto, a importância do setor elétrico brasileiro na história econômica e social do País. Sendo assim, a inclusão desse setor como objeto desta investigação se torna relevante já que esse é um setor regulado por normas e padrões de boas práticas de gestão.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa, quanto a sua finalidade, é considerada como descritiva por investigar o perfil do Conselho de Administração e da estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro e seu relacionamento. Segundo Gil (2002, p. 42), “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”.

Quanto aos meios utilizados, a pesquisa é documental, pois se utilizou os Formulários de Referência do ano de 2012 das empresas objeto deste estudo, localizados no portal eletrônico da BM&FBovespa. De acordo com Pádua (1998, p. 154), “pesquisa documental é aquela realizada a partir de documentos considerados cientificamente autênticos (não-fraudados)”. Quanto ao tratamento dos dados referentes à amostra selecionada, a

pesquisa classifica-se como do tipo qualitativa, já que o intuito do estudo é verificar se as empresas do setor elétrico brasileiro com controle privado ou estatal no seu capital apresentam um perfil de Conselho de Administração mais adequado, de acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009). Conforme Richardson (1999), a pesquisa qualitativa se caracteriza por ser uma tentativa de uma compreensão detalhada dos significados e características situacionais apresentadas pelos entrevistados, em lugar da produção de medidas quantitativas de características ou comportamentos.

Utilizou-se ainda a técnica de análise de conteúdo dos Formulários de Referência das empresas, previsto pela Instrução CVM nº 480/09. Conforme Bardin (1977), a análise de conteúdo é um conjunto de técnicas metodológicas, que se aplicam a discursos extremamente diversificados.

A população da pesquisa compreende todas as empresas listadas na BM&FBovespa participantes do segmento de Energia Elétrica, totalizando 67 empresas disponíveis. Procurou-se investigar as empresas do segmento cuja atuação seja de geração, transmissão e/ou distribuição de energia elétrica, excetuando desta pesquisa as empresas com função de investidora.

Com isso, o resultado da amostra compreendeu um total de 41 empresas, representando 61% do total de 67 empresas do segmento de Energia Elétrica da BM&FBovespa, apresentadas no Quadro 2.

Quadro 2 – Descrição da amostra do estudo

Empresa	Sigla	Região
AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.	AES SUL	Sul
AES TIETE S.A.	AES TIETE	Sudeste
AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	AFLUENTE	Sudeste
AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A	AFLUENTE T	Sudeste
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	AMPLA ENER	Sudeste
BANDEIRANTE ENERGIA S.A.	EBE	Sudeste
CACHOEIRA PAULISTA TRANSMISSORA ENERGIA S.A.	CACHOEIRA	Sudeste
CEMIG DISTRIBUICAO S.A.	CEMIG DIST	Sudeste
CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.	CEMIG GT	Sudeste
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS	Centro-Oeste
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC	Sul
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	CELPA	Norte
CENTRAIS ELET MATOGROSSENSES S.A.- CEMAT	CEMAT	Centro-Oeste
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP	Sudeste
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	COELBA	Nordeste
CIA ENERGETICA DE BRASILIA	CEB	Centro-Oeste
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG	Sudeste
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	CELPE	Nordeste
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	COELCE	Nordeste
CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR	CEMAR	Nordeste
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	COSERN	Nordeste
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	CEEE-D	Sul
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	CEEE-GT	Sul
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL	Sul
CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	PAUL F LUZ	Sudeste
CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ	CPFL PIRATIN	Sudeste
CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	CPFL GERACAO	Sudeste
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST	Sudeste
DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	GER PARANAP	Sudeste
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR	Sudeste
ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.	ELEKTRO	Sudeste

Empresa	Sigla	Região
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO	Sudeste
EMAE - EMPRESA METROP. AGUAS ENERGIA S.A.	EMAE	Sudeste
EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.-ENERSUL	ENERSUL	Sudeste
ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.-ESCELSA	ESCELSA	Sudeste
ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.	ITAPEBI	Sudeste
LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	LIGHT	Sudeste
RIO GRANDE ENERGIA S.A.	RIO GDE ENER	Sul
TERMOPERNAMBUCO S.A.	TERMOPE	Sudeste
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL	Sul
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TAESA	Sudeste

Fonte: Elaborado pelo autor.

Depois de definido o universo amostral da pesquisa, para a consecução do primeiro e terceiro objetivos específicos, as empresas do setor elétrico foram caracterizadas em termos de natureza de atividade, porte, localização e estrutura acionária. Foram utilizadas as informações disponíveis no portal eletrônico da BM&FBovespa para definição da natureza da atividade, porte, localização e estrutura acionária.

Para o segundo objetivo específico, que é identificar a composição do Conselho de Administração das empresas do setor elétrico, se fez necessário uma análise de conteúdo dos Formulários de Referência do ano de 2012 das empresas constantes na amostra, onde foram analisados, segundo o Código do IBGC (2009): Número de membros; Tempo de mandato; Segregação de funções; Conselheiros suplentes; e Conselheiros independentes.

Para tanto, foi criado um *check list* contendo alguns itens, considerados importantes e aplicáveis ao Conselho de Administração, requeridos pelo Código do IBGC (2009), conforme exhibe o Quadro 3.

Quadro 3 – Itens de divulgação para verificação nos Formulários de Referência

Item de Referência	Descrição
1 (Nº de Membros)	O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de, no mínimo, cinco e, no máximo, 11 (onze) conselheiros.
2 (Tempo de Mandato)	O prazo do mandato do conselheiro não deve ser superior a dois anos.
3 (Segregação de Funções)	As atribuições do presidente do Conselho são diferentes e complementares as do diretor-presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa.
4 (Conselheiros Suplentes)	A existência de conselheiros suplentes não é uma boa prática de Governança Corporativa e deve ser evitada. Os suplentes para ausências eventuais não estão satisfatoriamente familiarizados com os problemas da organização.
5 (Conselheiros Independentes)	A quantidade de conselheiros independentes no Conselho dependerá do grau de maturidade da organização, do seu ciclo de vida e de suas características. Recomenda-se que a maioria seja composta por independentes, contratados por meio de processos formais e com escopo de atuação e qualificação bem definido.

Fonte: Adaptado do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009).

Para verificar o nível de adoção ao Código, utilizou-se de dois diferentes pesos para quantificar e classificar o nível de adoção relacionado a cada item de referência, aplicável ao Conselho de Administração. Sendo assim, atribui-se uma pontuação, aplicando-se zero (0) para Inadequado com o Código do IBGC (2009) e um (1) para Adequado com o Código IBGC (2009). Considerou-se como Adequado com o Código, as empresas que possuem um Conselho de Administração dentro dos parâmetros da descrição dos itens de referência

descritos no Quadro 3; e Inadequado com o Código, as empresas que possuem um Conselho de Administração fora dos parâmetros da descrição dos itens de referência do Quadro 3. Logo, cada empresa da amostra poderia obter uma pontuação máxima de cinco pontos, levando em consideração a pontuação máxima de 1 ponto em cada um dos itens referenciados.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Com base no que foi exposto na metodologia, nesta seção constam os resultados e análises obtidos nesta pesquisa, norteados segundo os objetivos específicos estabelecidos com o intuito de alcançar o objetivo geral. A seguir, as subseções trazem a caracterização das empresas do setor elétrico brasileiro, em termos de natureza de atividade, porte e localização, composição do Conselho de Administração das empresas do setor elétrico brasileiro; a descrição da estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro; e o exame do relacionamento entre o Conselho de Administração e a estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro.

4.1 Caracterização das empresas do setor elétrico

Analisando as 41 empresas da amostra, verifica-se que 51% (21) das empresas estão inseridas na atividade de Distribuição de energia e que 5% (2) exercem atividades mistas atuando nos três ramos objetos deste estudo: Distribuição, Transmissão e Geração. Das 21 empresas que atuam no ramo da Distribuição de energia, 52% (11) estão localizadas na região Sudeste sendo todas de grande porte.

Com relação ao porte das empresas, tendo como referência os parâmetros da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007 – que traz a definição de grande porte como a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, Ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) –, observa-se que 88% (36) são entidades de grande porte e 12% (5) são demais empresas..

Quanto à localização geográfica das empresas da amostra, nota-se que 61% (25) estão localizadas na região Sudeste do País e somente 2% (1) está na região Norte. É importante destacar que todas as regiões do Brasil estão inseridas no universo amostral.

4.2 Identificação da composição do Conselho de Administração das empresas do setor elétrico brasileiro

Contrapondo as informações divulgadas pelas empresas nos Formulários de Referência de 2012 das empresas com os pontos de adequação do Código do IBGC (2009), identificaram-se os cenários elencados a seguir.

A Tabela 1 apresenta a quantidade de conselheiros dos conselhos de administração das empresas da amostra.

Tabela 1 – Quantidade de Conselheiros

Quantidade de Conselheiros	Quantidade de empresas	% Representatividade
Menor que 5 conselheiros	5	12%
Entre 5 e 11 conselheiros	22	54%
Maior que 11 conselheiros	14	34%
Total	41	100%
Quantidade média de Conselheiros	11,36	

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com o Código do IBGC (2009), o número recomendado de conselheiros é de, no mínimo, cinco e, no máximo, 11 conselheiros. Com isso, percebe-se que 46% (19) das empresas apresentam composição fora do recomendado, tendo em sua estrutura conselhos com uma quantidade menor que cinco ou maior que 11 conselheiros. Com relação à média da quantidade dos conselhos de administração das empresas no ano de 2012 (11,36) identifica-se que esta está fora do recomendado pelo IBGC (2009).

A Tabela 2 apresenta o tempo de mandato dos conselheiros das empresas da amostra.

Tabela 2 – Tempo de mandato

Tempo de Mandato	Quantidade de empresas	% Representatividade
Menor igual a 2 anos	34	83%
Maior que 2 anos	7	17%
Total	41	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Para o tempo de mandato dos conselheiros, o IBGC (2009) recomenda como prazo de mandato adequado aquele que não é superior a 2 anos. Assim, identifica-se que 83% (34) das empresas do setor elétrico pesquisadas estão de acordo com o determinado pelas melhores práticas do IBGC.

A Tabela 3 apresenta a ocorrência de segregação de função dos conselheiros dos conselhos de administração das empresas da amostra.

Tabela 3 – Segregação de função

Existe Segregação de função?	Quantidade de empresas	% Representatividade
Sim	40	98%
Não	1	2%
Total	41	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Para este ponto, o IBGC (2009) recomenda como sendo uma boa prática de governança corporativa a não acumulação de função de presidente do Conselho de Administração e de diretor-presidente da entidade. Sob essa perspectiva, verifica-se que 98% (40) das empresas estão em conformidade com o que é expresso no Código do IBGC (2009) e que somente a empresa Companhia Energética de Brasília possui este acúmulo de função em sua estrutura organizativa.

A Tabela 4 apresenta a existência ou não de conselheiros suplentes nos conselhos de administração das empresas da amostra.

Tabela 4 – Conselheiros suplentes

Possui Conselheiros suplentes?	Quantidade de empresas	% Representatividade
Sim	23	56%
Não	18	44%
Total	41	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação aos conselheiros suplentes, a presença destes na estrutura do Conselho de Administração não é considerada como uma boa prática de governança corporativa, segundo o IBGC (2009). Baseado nisto, pode-se verificar que 56% (23) das empresas objeto deste estudo possuem em sua estrutura conselheiros suplentes. Com isso, pode-se afirmar que esse ponto em questão requer melhoras das empresas do setor elétrico com relação à adequação ao Código do IBGC (2009).

A Tabela 5 apresenta a existência ou não de conselheiros independentes nos conselhos de administração das empresas da amostra.

Tabela 5 – Conselheiros independentes

Possui Conselheiros independentes?	Quantidade de empresas	% Representatividade
Sim	10	24%
Não	31	76%
Total	41	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Sobre os conselheiros independentes, o Código do IBGC (2009) prevê como adequado que a maioria dos membros do conselho seja de conselheiros independentes. A análise de conteúdo dos Formulários de Referência das empresas revela que 76% (31) das empresas não possuem em sua estrutura a figura do conselheiro independente, estando assim em desacordo com o recomendado pelo IBGC (2009).

Para finalizar esta subseção da análise dos resultados, comparou-se o resultado encontrado nesta parte do estudo com os resultados encontrados na pesquisa de Almeida, Klotzle e Pinto (2013), Gondrige, Clemente e Espejo (2012), Fraga e Silva (2012) e Andrade et al (2009), conforme breve descrição a seguir.

A pesquisa de Almeida, Klotzle e Pinto (2013) mostrou que a média da quantidade de conselheiros das empresas era de 8,39, a de Gondrige, Clemente e Espejo (2012) verificou que a média da quantidade de conselheiros era de 7,08, já a pesquisa de Andrade et al (2009) verificou uma média de 10 conselheiros. No geral, observa-se que todos esses resultados estão dentro da recomendação do IBGC (2009) que é de cinco a 11 membros, diferentemente dos achados do presente estudo referente ao ano de 2012 que obteve uma média de 11,36, estando fora do recomendado pelo IBGC (2009).

Outro ponto que pode ser comparado é no que se refere à segregação de função, onde na pesquisa de Almeida, Klotzle e Pinto (2013), foi identificado que 14% (4) das empresas possuíam a mesma pessoa no cargo de presidente do conselho e diretor-presidente da entidade. Por sua vez, no estudo de Gondrige, Clemente e Espejo (2012) essa estatística representa 31,3% (63). Da mesma forma, neste estudo foi possível identificar que somente 2% (1) das empresas possuíam a mesma pessoa em múltiplas funções, indicando um percentual ainda mais baixo e adequado às recomendações do IBGC (2009).

Por fim, com relação aos conselheiros independentes, Almeida, Klotzle e Pinto (2013), verificaram em seu estudo que a independência do conselho aumenta o valor da empresa, afetando positivamente o seu desempenho. De maneira contraditória, Fraga e Silva (2012), identificaram em seu estudo que a independência do conselho tem um impacto negativo no valor das empresas. Comparando com o presente estudo, verificou-se que para o ano de 2012, 76% (31) das empresas não possuem em sua estrutura conselheiros independentes.

4.3 Estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro

A Tabela 6 exibe a distribuição das empresas do setor de energia elétrico pesquisadas segundo a estrutura acionária, com destaque do porte e localização geográfica.

Tabela 6 – Estrutura acionária x Porte x Localização

Controle acionário	Porte	Localização	Quantidade de empresas	% Representatividade
Privado	Grande	Sudeste	16	53%
		Nordeste	5	17%
		Sul	3	10%
		Centro-Oeste	1	3%
		Norte	1	3%
	Demais empresas	Sudeste	4	13%

Total Controle privado			30	100%
Estatal	Grande	Sul	4	36%
		Sudeste	4	36%
		Centro-Oeste	2	18%
	<u>Demais empresas</u>	Sudeste	1	9%
Total Controle estatal			11	100%
Total Geral			41	
Representatividade Total Controle privado			73%	
Representatividade Total Controle estatal			27%	

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base nas informações evidenciadas na Tabela 6, verifica-se que do total de 41 empresas da amostra 73% (30) possuem controle privado. Dessas 30 empresas, 87% (26) são empresas de grande porte e 53% (16) estão localizadas no Sudeste do País.

No que se refere às empresas de controle estatal, observa-se que sua representatividade com relação à amostra é de 27% (11). Dessas, 11 empresas, 91% (10) são empresas de grande porte e 36% (4) estão localizadas nas regiões Sul e Sudeste do País.

4.4 Relacionamento entre o Conselho de Administração e a estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro

Para este ponto da análise utilizou-se as recomendações do Código do IBGC (2009), apontadas anteriormente e sua relação com a estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro, com o intuito de identificar se as empresas com controle privado ou estatal apresentam um perfil de Conselho de Administração, mais adequado, segundo o IBGC (2009).

Com base nisso, identifica-se o cenário exposto na Tabela 7, onde os itens 1, 2, 3, 4 e 5 representam, respectivamente, o número de conselheiros, o tempo de mandato, a segregação de função, a (in)existência de conselheiros suplentes e a (in)existência de conselheiros independentes, dispostos no Quadro 3 – Itens de divulgação para verificação nos Formulários de Referência, objeto da análise de adequação ao Código do IBGC (2009).

Tabela 7 – Relacionamento entre a Estrutura acionária e as Melhores práticas de governança

Itens de adequação ao Código de Melhores Práticas de Governança do IBGC (2009)								
Controle	1	2	3	4	5	Pontuação Atingida	Pontuação Máxima	% Atendimento
Privado (30 empresas)	17	24	30	12	6	89	150	59%
Estatal (11 empresas)	5	10	10	6	4	35	55	64%
Total	22	34	40	18	10	124		100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Cabe destacar que conforme o Quadro 3, cada empresa da amostra poderia ter cinco (5) pontos como pontuação máxima em termos de nível de atendimento das recomendações do Conselho de Administração segundo o Código do IBGC (2009). Com isso tem-se que as 30 empresas com controle privado poderiam atingir no máximo 150 pontos e as 11 empresas com controle estatal poderiam atingir no máximo 55 pontos.

Dessa forma, com base na Tabela 7, constata-se que as empresas do setor elétrico pesquisadas que têm controle estatal possuem um perfil de Conselho de Administração mais adequado, segundo o Código do IBGC (2009), com um percentual de atendimento de 64%, atingindo 35 pontos dos 55 possíveis. Já as entidades com controle privado, que constituem um número no universo amostral estão em um nível menor de adequação com o Código do

IBGC (2009), com relação as empresas estatais, com uma pontuação de 89 dos 150 possíveis, atingido um percentual de 59%. É importante destacar que tanto as empresas com controle privado como estatal estão com um nível de adequação ao Código do IBGC (2009) superior a 50%.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Retoma-se o objetivo desta pesquisa que foi investigar o perfil do Conselho de Administração e da estrutura acionária das empresas do setor elétrico brasileiro e seu relacionamento. Para tanto, implementou-se uma pesquisa documental para análise de cinco práticas do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, de 2009, do IBGC para investigar o relacionamento entre a estrutura acionária e o perfil do Conselho de Administração dessas empresas. Com este intuito, desenvolveu-se um estudo descritivo, com abordagem qualitativa dos dados, realizado por meio da aplicação da técnica de análise de conteúdo nos Formulários de Referência do ano de 2012 das 41 empresas da amostra do estudo.

Quanto às características das empresas, constatou-se que: um pouco mais da metade (21) das empresas do setor elétrico pesquisadas estão inseridas na atividade de Distribuição de energia elétrica; 88% (36) das entidades são consideradas empresas de grande porte, segundo a Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007; 61% estão situadas na região Sudeste do País; e 73% (30) das empresas possuem controle privado.

Abaixo descreve-se brevemente um contraponto entre as informações divulgadas nos Formulários de Referência das empresas no ano de 2012 e os cinco pontos de adequação ao Código do IBGC (2009) objetos deste estudo.

Quanto à quantidade dos conselheiros, identificou-se que 54% (22) das empresas estão dentro do limite recomendado (5 a 11 conselheiros) como um tamanho adequado de conselho. Com relação ao tempo de mandato dos conselheiros, verificou-se que 83% (34) das entidades estão de acordo com às recomendações do IBGC (2009). Quanto à segregação de função entre o presidente do conselho e diretor-presidente, notou-se que quase a totalidade das empresas, 98% (40), estão em conformidade com o que é expresso no Código do IBGC (2009) que é a segregação entre estes cargos. Com relação aos conselheiros suplentes, foi possível verificar que 56% (23) das empresas possuem, em sua estrutura, conselheiros suplentes. Destaca-se que, para o IBGC (2009), a presença desses na estrutura do Conselho de Administração não é considerada como uma boa prática de governança corporativa.

Com relação aos conselheiros independentes, o IBGC (2009) prevê como adequado que a maioria dos membros do conselho seja de conselheiros independentes. Nesse aspecto, identificou-se que 76% (31) das empresas não possuem em sua estrutura a figura do conselheiro independente, estando assim em desacordo com o recomendado pelo IBGC (2009).

Os resultados da análise qualitativa realizada indicam ainda que as empresas com controle estatal possuem um perfil mais adequado de Conselho de Administração, segundo as melhores práticas de governança do IBGC (2009), com uma pontuação de 55 (atendimento de 64%), já as entidades com controle privado estão com um nível menor de adequação com o Código do IBGC (2009), com relação as estatais, com uma pontuação de 89 dos 150 possíveis, atingindo um percentual de 59% de atendimento.

Importa lembrar que analisar o perfil do Conselho de Administração e seu relacionamento com a estrutura acionária de empresas é importante já que o Conselho de

Administração é um órgão que monitora e supervisiona a gestão da alta administração da empresa. Sendo assim, a *performance* do mesmo, como mecanismo interno de governança, pode refletir no desempenho e no valor da empresa. Verificar o setor de energia elétrica também se faz importante, pois esse setor tem um papel estratégico na economia brasileira e de qualquer país, atuando de forma ativa nos processos básicos industriais, do comércio e cotidiano das famílias. Outro fator que reforça a relevância do estudo é o fato de este ser um setor regulado, com normas e padrões de governança a serem seguidos.

Diante das suas limitações, sugere-se a continuidade da pesquisa, investigando-se os demais segmentos de listagem da BM&FBovespa, com períodos mais amplos de análise, uso de métodos estatísticos, ampliação dos aspectos do Código do IBGC (2009), que poderão contribuir para exposição de novas evidências. Pesquisas quantitativas são encorajadas, uma vez que estudos deste tipo levam em consideração diversas informações sobre os conselhos que pesquisas qualitativas, como a que se apresenta, não são capazes de analisar.

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, p. 377-397, 1996.
- ALMEIDA, Renata Silva de Almeida; KLOTZLE, Marcelo Cabus; PINTO, Antonio Carlos Figueiredo. Composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 11, n. 1, p. 156-180, 2013.
- ANDRADE, Lélis Pedro de et al. Governança corporativa: uma análise da relação do Conselho de Administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.
- ANTUNES, Flávia Mesquita. **A institucionalização do modelo regulatório do setor elétrico brasileiro: o caso das distribuidoras de energia elétrica**. 2006. 103 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresa) – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.
- BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa: 70, 1977.
- BLAIR, Margaret M. **Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century**. Washington: The Brookings Institution, 1995.
- BRASIL. Lei das Sociedades por Ações, **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 20 nov. 2013.
- _____. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em: 07 abr. 2014.
- BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.
- _____; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. O que determina a estrutura de capital no Brasil? In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 30., 2003, São Paulo. **Anais..** São Paulo: FEA-USP, 2003.

Centro da Memória da Eletricidade no Brasil. **Experiências e empreendimentos pioneiros (1879-1896)**. Disponível em: <<http://www.memoria.eletrabras.gov.br>>. Acesso em: 23 nov. 2013

_____. **Capital Estrangeiro e grupos privados nacionais (1898-1929)**. Disponível em: <<http://www.memoria.eletrabras.gov.br>>. Acesso em: 23 nov. 2013

_____. **Regulamentação e aumento da capacidade instalada (1931-1945)**. Disponível em: <<http://www.memoria.eletrabras.gov.br>>. Acesso em: 23 nov. 2013.

_____. **Políticas de Governo e empresa públicas. (1948-1963)**. Disponível em: <<http://www.memoria.eletrabras.gov.br>>. Acesso em: 23 nov. 2013.

_____. **Consolidação e crise do modelo estatal (1964-1990)**. Disponível em: <<http://www.memoria.eletrabras.gov.br>>. Acesso em: 23 nov. 2013.

_____. **Privatização e reformas (1992-2009)**. Disponível em: <<http://www.memoria.eletrabras.gov.br>>. Acesso em: 23 nov. 2013.

COSTA, Luís César A.; MELLO, Leonel Itaussu A. **História do Brasil**. São Paulo: Scipione, 1997.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 nov.2013.

_____. **Instrução nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 23 nov. 2013.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselho de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**, v. 6, n. 2, p. 9-27, maio/ago. 2002.

_____. **Conselho de Administração**: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. 2001. 75 f. Dissertação (Mestrado em: Contabilidade, Finanças e Controle) – Curso de Pós-Graduação da EASP/FGV, São Paulo, 2001.

FARIAS, Regina Cláudia Gondim Bezerra. **Atuação estatal e a privatização do setor elétrico brasileiro**. 2006. 115 f. Dissertação (Mestrado em Ciência Política) – Instituto de Ciência Política, Universidade de Brasília, Brasília, 2006.

FERREIRA, Carlos Leal Kawall. **A privatização do setor elétrico do Brasil**. 2002. 42 p. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 23 nov. 2013.

FRAGA, João Batista; SILVA, Vinícius Augusto Brunassi. Diversidade no Conselho de Administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. **Brazilian Business Review**, Ed. especial, p. 58-80, 2012.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOMES, João Paulo Pombeiro; VIEIRA, Marcelo Milano Falcão. O campo de energia elétrica no Brasil de 1880 a 2002. **Revista de Administração Pública**, v. 43, n. 3, p. 295-321, mar./abr. 2009.

- GONDRIGE, Enalto de Oliveira; CLEMENTE, Ademir; ESPEJO; Márcia Maria dos Santos Bortolucci. Estrutura do Conselho de Administração e valor das companhias brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 9, n. 3, p. 72-95, jul./set. 2012.
- GUERRA, Sandra. **Os papéis do Conselho de Administração em empresas listadas no Brasil**. 2009. 216 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- GRZEBIELUCKAS, Cleci et al. A estrutura de capital e a performance das firmas: uma análise empírica em companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Estratégia**, v. 1, n. 1, p. 73 – 88, jan./abr. 2008.
- HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. The theory of capital structure. **Journal of finance**, v. 46, p. 297-354, 1991.
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Pesquisa sobre governança corporativa 2010**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 nov. 2013.
- _____. **Código das melhores práticas de governança corporativa 2009**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 nov. 2013.
- JENSEN, Michael. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, p. 831-880, 1993.
- LEMES JUNIOR, Antonio Barbosa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo; RIGO, Cláudio Miessa. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- LIMA, José Luiz. **Estado e desenvolvimento do setor elétrico no Brasil: das origens à criação da Eletrobrás**. 1983. 142 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1983.
- MATOS, Maria de Fátima; GÓIS, Cristina Gonçalves. Características do Conselho de Administração e divulgação de responsabilidade social corporativa – estudo das empresas na bolsa de valores de Lisboa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 3, n. 2, p. 3-23, maio/ago. 2013.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MOURA, Geovanne Dias de; BEUREN, Ilse Maria. Conselho de Administração das empresas de governança corporativa listadas na Bm&fBovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. **Revista de Ciências da Administração**, v. 13, n. 29, p. 11-37, jan./abr. 2011.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, July 1984.
- MYERS, S. C.; BREALEY, R. A. **Princípios de finanças empresariais**. 5. ed. Lisboa: Mc Graw Hill, 1992.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, n. 13, p. 187-221, 1984.
- OLIVEIRA, Alexandre Martins Silva de et al. **Contabilidade internacional: gestão de riscos, governança corporativa, contabilização de derivativo**. São Paulo: Atlas, 2008. v.1.

OLIVEIRA, Guilherme Resende Oliveira et al. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica. **Trabalhos para Discussão**, Brasília, n. 272, p. 1-37, jan./mar. 2012.

PÁDUA, Elisabete Matallo Marchesini. O trabalho monográfico como iniciação à pesquisa científica. In: JÚNIOR, Heitor Matallo; CARVALHO, Maria Cecília M. de; MORAIS, João F. Regis de; JÚNIOR, João Baptista de A.; FURLAN, Vera Irma; GOMES, Paulo de Tarso; POZZEBON, Paulo Moacyr Godoy (Org.). **Construindo o saber metodologia científica: fundamento e técnicas**. 8. ed. São Paulo: Papirus, 1998. p. 147-175.

RICHARDSON, Roberto Jarry et al. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RODRIGUES, Paulino Ramos. **Estrutura de capitais: evidências do caso brasileiro**. 2004. 109 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Curso de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2004.

RODRIGUES, Paulino Ramos; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Estrutura de capitais e seus fatores determinantes no Brasil. **Contexto**, v. 6, n. 10, p. 1-21, 2006.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

SANTOS, Carolina Macagnani dos; JÚNIOR, Tabajara Pimenta; CICCONI, Eduardo Garbes. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 44, n. 1, p. 70-81, jan./mar. 2009.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, Carlos Eduardo Ribeiro Flora da et al. A relação entre estrutura de capital e rentabilidade das empresas listadas no Ibovespa. **Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção**, v. 13, n. 12, p. 155 -163, 2013.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança corporativa nas empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Micelli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, v. 43, n. 3, p. 50-64, jul./set. 2003.